



## Osaka Gakuin University Repository

Title	株式持ち合いの変動と経営実態との関わりに関する 考察 A Study about Relationships between Variations of Cross-holding of Shares and Corporate Performances
Author(s)	池田 広男 (Hiroo Ikeda)
Citation	大阪学院大学 流通・経営学論集 (OSAKA GAKUIN UNIVERSITY REVIEW OF DISTRIBUTION, COMMUNICATION AND BUSINESS ADMINISTRATION), 第 36 巻第 2 号 : 39-63
Issue Date	2010.11.30
Resource Type	ARTICLE/ 論説
Resource Version	
URL	
Right	
Additional Information	

## 株式持ち合いの変動と経営実態との関わりに関する考察

池田 広男

### **A Study about Relationships between Variations of Cross-holding of Shares and Corporate Performances**

Hiroo Ikeda

#### ABSTRACT

In this article, we studied about relationships between variation of cross-holding of shares and corporate performances in Japan. To measure corporate performances, we used return on sales, ROA, ROE, Tobin's q, growth of sales, returns, dividend ratios, retained earnings, R&D expense, and amounts of investment.

Many of larger companies tended to raise the ratio of cross-holding. Companies established by 1970's from 1900's tended to raise, reduce, or maintain the ratio of cross-holding. We could not find any relationships between return on sales, ROA, ROE and variation of cross-holding with statistical significance. But, we could find relationships between Tobin's q and variation of cross-holding with statistical significance. We could not find any relationships between growth of sales, returns, dividend ratios and variation of cross-holding with statistical significance. We found the highest value of dividend ratios, retained earnings, R&D expense, and amounts of investment without variation of cross-holding. In particular, we found a trend of R&D activities with large variations of cross-holding. We also found a trend of decrease of amounts of investment with expansion of cross-holding.

## 1. はじめに・研究の背景

本論文では、株式持ち合い<sup>1)</sup>が、企業の経営活動やこれを通じた経営成果にどのような影響を与えるのかを考察する。持ち合いとは、文字通り相手の発行する株式を互いに保有する行為<sup>2)</sup>である。持ち合いが日本の大企業を中心に広く行われ、この持ち合いが企業経営における際立った特徴であることが、シェアード(1995)によって指摘されている。また、持ち合いについては、企業統治における中心的な研究課題のひとつであることが岡部(2002)によって指摘されている。この持ち合いは、日本企業における株式保有形態の特徴のひとつとされる(新田, 2000)。伊藤(1992)によると、戦後の独占禁止法改正によって、企業の株式保有の禁止が大幅に後退したことが、持ち合いが手掛けられることの契機とされる。伊藤の指摘によると、日本における持ち合いは、戦後間もなくから今日に至るまでの長い歴史を持っている。この持ち合いを含めた法人による株式所有が支配的であること、また、外国人株主に代表される純粋な投資目的による株式保有が多くはなかったことが1980年代までの日本における株式所有の特徴として宮島他(2003)によって指摘されている。

岡部(2002)は、日本企業における株式保有の特徴を2つ挙げている。1つは、自社の取引先である企業、あるいは金融機関に自社が発行する株式を引き受けてもらう傾向が高い点であり、相互に利害関係を有している状態である。もう一つは、このような持ち合いを形成する動機、すなわち株式の保有目的が、株価上昇に伴う投機的収益の獲得ではないことである。持ち合いにおける株式保有では、保有は長期間に及び、すぐに売却しない。このことから、株式の移動が少なく、株式の保有状態が安定的となる。長期間にわたる株式売却に対する

---

1) 以降、本論文においては、株式持ち合いを持ち合いと略称する。

2) たとえば、A社とB社がともに株式発行しているとき、A社がB社の株式を保有し、B社がA社の株式を保有しているとき、持ち合いといえることができる。

消極的な企業の態度は、いわゆる安定株主の形成につながる。このような状態が日本企業で広く手掛けられ、持ち合いが行われてきたというのである。岡部が指摘する安定株主形成に関して、シェアード(1993)は、アングロアメリカン型の企業支配において必須の特徴とされている企業乗っ取りが、安定株主形成<sup>3)</sup>と持ち合いの実施を通じて起こりにくくなっており、これが日本企業の支配システムにおいて広く見受けられることを指摘している。

米沢(1995)は、持ち合いには次の4つの機能があることを指摘している。それは、(1)乗っ取り防御、(2)協調行動、(3)ミニ資本市場、(4)倒産リスク・シェアリングである。これら4つの機能について、米沢の指摘は次の通りである。(1)については、例えばグループ企業が株式を保有することによって、浮動株の割合を小さくすることが目指される。これにより、株の買い占めが発生する可能性が小さくなる。また、自社株がどのような主体によって保有されているのかを把握することも可能となる。(2)における協調行動とは、自社の行動が他社の行動に影響を与える場合を仮定した時、持ち合いにおいては、持ち合い相手の企業の利益を考慮した行動を企業が互いに取り合うようになることを指している。この場合、自社の活動は自らが独自に決めるのではない。持ち合い相手である企業の存在、すなわち自社の活動が持ち合い相手である企業に与える影響を考慮して導かれることになる。(3)については、(2)で示した持ち合い企業間の協調行動が促進されることによって導かれることになる。増資を実施する場合は持ち合い相手である企業が中心となって引き受けることになる。また、持ち合いに参加する企業の数が多くなるほど、増資は特定の企業に集中することが少な

---

3) シェアード(1993)は安定株主形成に関し、次の3点を挙げて説明している。(1)既存の経営に対して同情的な「友好的」内部者として株式を保有する(2)既存の経営に反感を抱いている第三者、特に敵対的企業乗っ取り屋や、戦略的な株式買い占め者に対抗して、保有している株式を売却しないことに同意する(3)株式の売却が必要な時は、当該企業に相談するか、少なくとも株式売却の意志を伝えることに同意する(シェアード、1993、7ページ)。



く、持ち合い企業間で分散的に引き受けることになるため、大規模な増資を実施する見込みが高まると言える。(4)については、業績の良い企業の株式を保有している時、自社の業績が悪化した際に持ち合い相手の株式を売却することにより債務を減らすことが可能となり、倒産の可能性を小さくすることが可能となる。米沢(1995)は、このような倒産回避の手段として持ち合いを位置づけることは、実際によく見受けられるものであり、メインバンク制とともに無視できない要因であることを指摘している。

一方、持ち合いによって生じるデメリットが指摘されている。橘木・長久保(1997)は、持ち合いによるデメリットを3点挙げている。1つは、持ち合いが進展することによって市場で売買される株式の数が減少することになるので、株価が上昇する可能性があること、同時に、売買株式数の減少による株式市場の機能低下である。2つ目は、持ち合いの進展によって、経営者の監視が十分に行えない可能性である。いわゆる経営者に対する規律付けが十分に行えない可能性が生じる余地を指摘していると言える。3つ目は、長期的取引を志向することによって生じる新規参入者の排除である。長期的取引と持ち合いは補完的關係にあると言える。長期的取引の代表例に系列取引を挙げることができるが、これは、新規に取引に参入しようとするものからは既存業者間でのみ取引を継続しようとする排他的取引と映る。しかし、取引の当事者にあたる経営者側ではデメリットとならない場合があるので、政府などの当局者によって意識的に規制されるべきだと主張する。

このようなデメリットは株価が上昇し続けていたいわゆるバブル経済の時期には大きなデメリットとならなかった。しかし、バブル経済の時期を過ぎて株価が低迷するようになると持ち合いによるデメリットが経営者にとっての大きな負担となった。これが、持ち合い解消を進展させる原因の一つになっている(橘木・長久保,1997)。持ち合い解消の進展に関しては、後述の図表1においても示されていると言える。

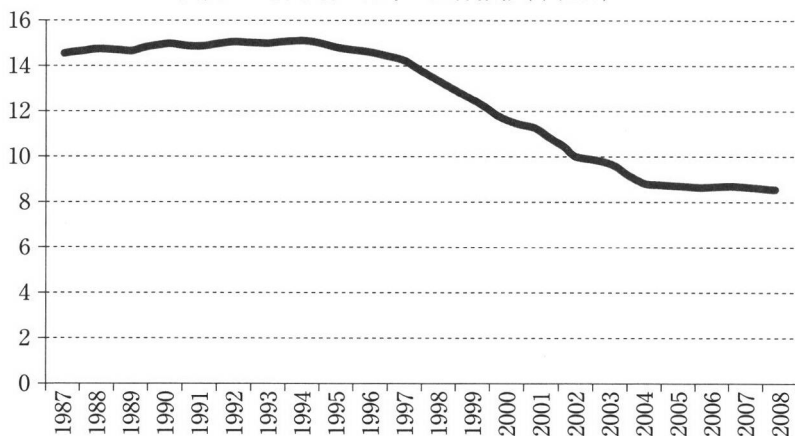
しかしながら、近年、持ち合いの比率が減少傾向にあること、また、持ち合いを強化する傾向が一部で見受けられるものの、全体の推移の点からは顕著な増加が認められないことが、新田(2009)によって指摘されている。図表1は、新田(2009)に基づき、持ち合い比率の全体の推移を、1987年から2008年を対象期間として折れ線グラフで表したものである。ここからは、90年代前半までは緩やかな増加、90年代後半から2004年頃まで減少の傾向にあることが分かる。また、2005年以降は概ね一定の持ち合い比率を示し続けていることも分かる。

長期的な視点に立脚すれば、持ち合いの傾向は弱まっており、解消へ向かっていると言えることができるのかもしれない。持ち合い解消を促す要因のひとつが銀行の財務状態の悪化であるという（宮島他、2003）。しかしながら、持ち合いを実施する全ての企業が持ち合いの解消を試みているのだろうか。持ち合いの継続、あるいは持ち合い比率を引き上げる企業には、どのような特徴があるのだろうか。先行研究では、持ち合いを独立変数として、トービンの $q$ などを従属変数とした上で、他の独立変数を併用した回帰分析に基づく検討が試みられている。その意味において、これら先行研究は、本論文において関心を向ける持ち合いと経営成果の関わりに類似した調査研究であると言える。しかしながら、持ち合い比率が高いものとそうではないものに分けた上で、それぞれの特徴に注目している先行研究はあまり多くはないようである。

本論文では、公表データに基づき、単純集計を用いながら、持ち合いの高さや低さと経営実態の関わりを明らかにすることを試みる。本論文では、経営実態を多面的に捉えることを試みる。本論文においてとりあげる指標類<sup>4)</sup>は、持ち合い比率の他は、売上高営業利益率、ROA、ROE、トービンの $q$ 、売上高成長率、営業利益成長率、経常利益成長率、当期利益成長率、配当性向、内部留保、研究開発費、設備投資額である。

---

4) 新田(2000)を参考にしている。

図表1 持ち合い比率の全体推移(単位%)<sup>5)</sup>

## 2. データ・分析

### 対象企業と企業数

本論文では、分析に用いるデータとして、持ち合い比率の変動の計算のために2006年度と2007年度のものを、利益率などその他のデータは2007年度のものを用了。これらの中から、分析対象とした企業は3月決算のものである。データを抽出した結果、分析対象のもととなった企業数は970社であった。製造業、非製造業別の企業数は、日経業種分類に基づく、製造業が658社、非製造業が312社であった。持ち合いデータの収集は、ニッセイ基礎研究所による株式持ち合い状況調査の基礎データからおこなった。持ち合い以外に関し、本論文で用いる財務データなどの収集は、日経財務データ、日本政策投資銀行産業別財務データ個別企業編、eol データベースから行った。

5) 新田(2009)に基づき作成。

## 分析方法

本論文では、主に単純集計に基づいて、持ち合いと経営実態との関わりを検討していく。その際、後述するように持ち合いの比率をカテゴリー化した上で、カテゴリー内、カテゴリー間の特徴にどのようなものがあるのかを検討する。

## 持ち合い比率の変動

本論文では、持ち合いのデータを分析に用いるに当たり、持ち合い比率の変動を計算した<sup>6)</sup>。計算結果を5分位に基づき分類した。カテゴリー化された持ち合いの変動に関する記述統計量は、以下の図表2のとおりである。最下の行には分析対象全体についての記述統計量を示している。平均値あるいは中央値に注目すると、カテゴリーの数が大きくなるに従い、持ち合い比率の変動の値が大きくなっていることが確認できる。分析対象全体に関し、持ち合い比率

図表2 持ち合い比率の変動に関する記述統計量

	度 数	平均値	中央値	最小値	最大値	範 囲
1	180	0.7162124	0.8119993	0	0.9232877	0.9232877
2	134	0.9709638	0.977164	0.9242009	0.9994595	0.0752585
3	226	1.0000044	1	1	1.0005131	0.0005131
4	180	1.0395933	1.0373415	1.000761	1.0986419	0.0978809
5	180	1.5410691	1.2537444	1.0998279	11.785714	10.685886
合計	900	1.0550529	1	0	11.785714	11.785714

6) 持ち合いの変動は、2007年度持ち合い比率の値を2006年度持ち合い比率の値で割ることによって求めた。商が1の時は2006年度の2007年度の持ち合い比率が等しいことを示しているので、変動はなしとなる。商が1未満の時は2007年度の持ち合い比率が2006年度の持ち合い比率を下回っていることになるので、2007年度に持ち合い比率を引き下げたことになる。商が1以上の時は、2007年度の持ち合い比率が2006年度の持ち合い比率を上回っていることになるので、2007年度に持ち合い比率を引き上げたことになる。

の変動の平均値は約1.055、中央値は1であった。分析対象全体に関する中央値である1に該当する持ち合い比率の変動は、カテゴリーの3に含まれることが分かる。

## 業 種

図表3は、日経業種大分類に基づき、製造業と非製造業における持ち合い比率の変動を集計し、度数とパーセンテージで表したものである。カテゴリーごとの度数から、製造業、非製造業ともに、持ち合い比率の変動で最も多くの割合を占めるのは中央値付近であることが確認できる。持ち合い比率の変動に関するカテゴリーと業種の関わりに関して $\chi^2$ 検定を行ったところ、5%水準で有意とならなかった。この結果から、持ち合い比率の変動は、業種に関しての違いは認められない。分析対象において、持ち合い比率の変動と業種との関わりは強くないものと判断できるだろう。

図表3 業種ごとの持ち合い比率の変動

		製造業	非製造業	合 計
1	度数	114	66	180
	%	18.327974	23.741007	20
2	度数	91	43	134
	%	14.630225	15.467626	14.888889
3	度数	158	68	226
	%	25.401929	24.460432	25.111111
4	度数	128	52	180
	%	20.578778	18.705036	20
5	度数	131	49	180
	%	21.061093	17.625899	20
合計	度数	622	278	900
	%	100	100	100

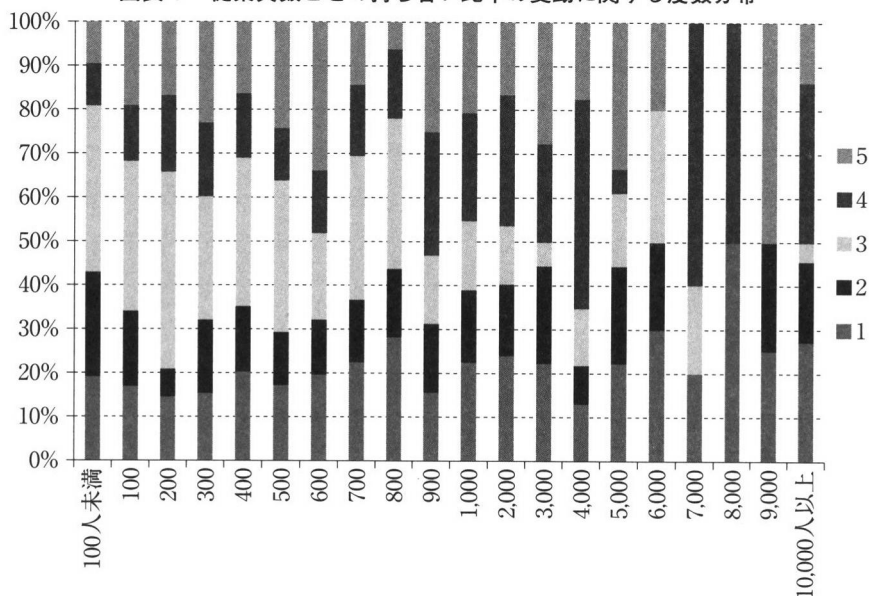
## 企業規模と持ち合い変動

次に、分析対象における企業の規模を見てみることにしよう。図表4は、分析対象における2007年度の従業員数と持ち合い比率の変動の関わりを棒グラフで表したものである。従業員数は100人未満、100人単位、1,000人単位、10,000人以上として分類した。従業員数は横軸に沿っている。持ち合い比率の変動の各カテゴリーが占める割合を縦軸で表している。

図表からは、従業員800人単位まではカテゴリーの3が占める割合が大きい傾向を読み取ることができる。従業員900人を超えると、カテゴリーの3が占める割合が概ね全体の中で占める割合が、従業員800人単位のものと比較して小さくなる傾向を読み取ることができる。同時に、従業員数800人単位までは、カテゴリー1、2、3を合わせた割合が60%から80%前後のものが多くなっている傾向を読み取ることができる。一方、カテゴリーの4と5が占める割合は、従業員800人単位までは20%から30%前後のものが多くなっているのに対し、従業員数900人を超えるとカテゴリー4と5の占める割合が50%前後のものが多くなっている傾向を読み取ることができる。

図表からは、ある一定の従業員規模を持つ企業では近年の持ち合い比率の変動は引き下げ、あるいは維持の傾向を示している様子が指摘できる。同時に、比較的従業員規模の大きいところでは、持ち合い比率を引き上げる傾向があることを指摘できる。近年の持ち合い比率の変動は、規模の比較的大きいところでは引き上げ、比較的小さなところでは維持もしくは引き下げる動向を示していると言えるだろう。

図表4 従業員数ごとの持ち合い比率の変動に関する度数分布

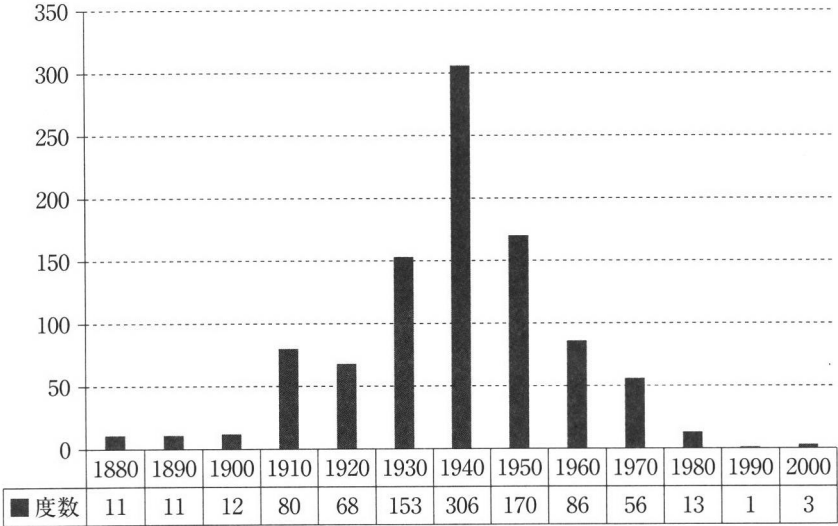


## 企業の設立

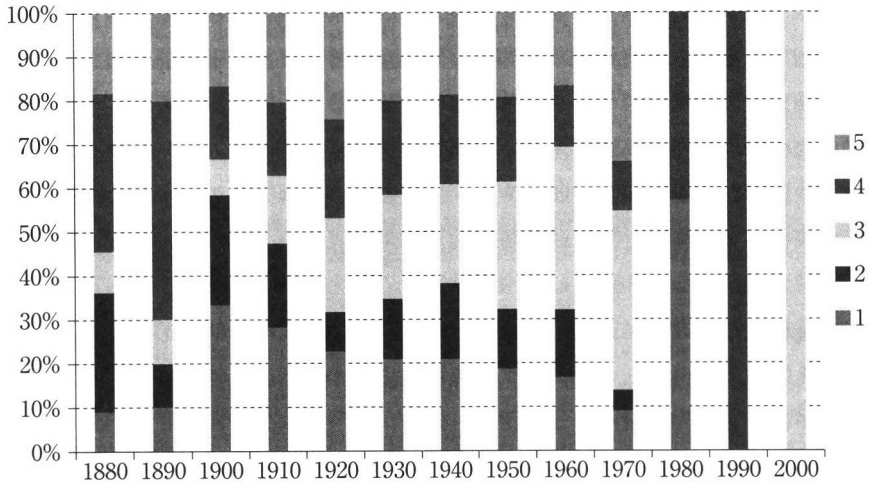
企業の設立年と持ち合いの比率の変動はどのようなかわりを持つのか。まず、分析対象全体における設立年代を確認しておこう。図表5は分析対象全体における設立年代の度数分布とそれを棒グラフで表したものである。図表からは、1940年代での設立が最も多いことが確認できる。また、最も古い設立年代は1880年代、最も新しい設立年代は2000年代であった。いわゆる長寿企業からごく最近設立されてまもない企業までが集計の対象となっており、幅広い年代のものが本論文における分析対象には含まれていると言える。

図表6は、各設立年代における、持ち合い比率の変動カテゴリーが占める割合を棒グラフで表したものである。分析対象において最も度数が大きい1940年代では、5つのカテゴリーの占める割合がほぼ同じ割合を占めている事が分か

図表 5 分析対象全体における設立年代



図表 6 持ち合い比率の変動と設立年代





る。1940年代では、持ち合い比率の変動に関し、偏りなどの顕著な特徴は認められない。1880年代、1890年代の2つの設立年代においては、カテゴリー4と5の2つが占める割合が50%から70%前後であることが分かる。ここから、分析対象の中でも設立年代が古いものは、持ち合い比率を引き上げる傾向にあることが指摘できるだろう。

1900年代になると、カテゴリーの4と5の占める割合が30%を超える状態となっている。1890年代までとは異なり、持ち合い引き上げが占める割合が大幅に小さくなる様子が示されている事が分かる。同時に、1900年代では、カテゴリーの1と2が占める割合が50%台後半であり、1890年代までと比較して大幅に増大している事が分かる。しかし、1900年以降、1920年代に至るまで、カテゴリーの1と2が占める割合は徐々に減少していく。カテゴリー4と5に関しては、1920年代まで増加の傾向、1930年代から1960年代までは減少の傾向にあり、1970年代に若干増加する。しかしながら、カテゴリー4と5の示す傾向は、カテゴリー1と2の割合と比較して緩やかであると言え、顕著な増減を示すものではないと言えるかもしれない。一方、1900年代からカテゴリー3の占める割合が1980年代に至るまで徐々に増大していく様子を図表から読み取ることができる。ここから、1900年代から1960年代にかけては持ち合い比率の変動に関して概ね分散する傾向にあることを指摘できるかもしれない。ただし、設立年代が新しくなると持ち合い比率の変動が見られない企業の割合が若干ながら目立つ。また、1970年代では持ち合い比率引き上げが多くを占める傾向が再び見受けられる点も指摘できるだろう。

## 経営成果

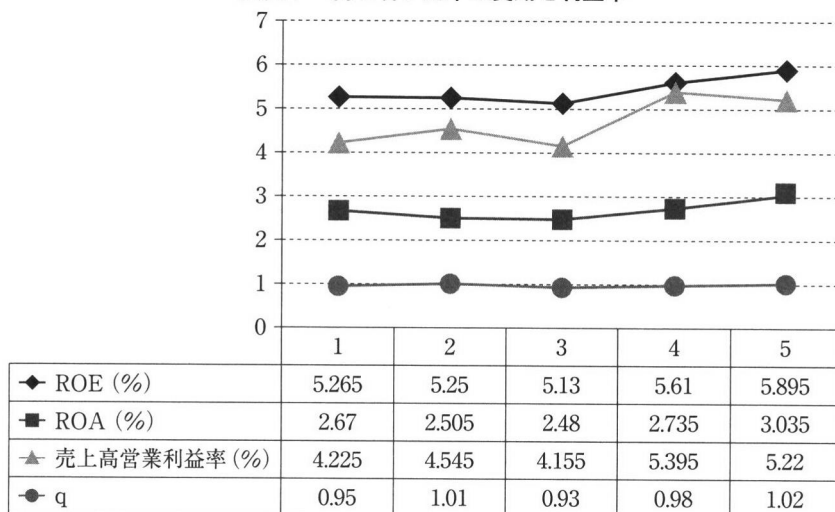
次に、持ち合い比率の変動と経営成果の関わりについて見てみることにしよう。図表7は、持ち合い比率変動のカテゴリーと各カテゴリーにおけるROE、ROA、売上高営業利益率並びにトービンの $q$ の中央値の推移を折れ線グラフ

で表したものである。折れ線グラフの下には、カテゴリーごとの利益率が示されている。ROEとROAに関しては、カテゴリー1から3までは減少傾向、カテゴリー3から5では増大の傾向を示している。カテゴリー全体を通じては右上がりの傾向にあることが分かる。売上高営業利益率については、カテゴリー間での増大と減少を繰り返す傾向を示している。折れ線グラフの様子からは、ROEとROAはほぼ同様の傾向、売上高営業利益率については、ROEとROAとはやや異なる傾向を示しているとも言える。しかしながら、売上高営業利益率、ROE、ROAの3つとも、概ね右上がりの傾向を示している点については共通の特徴として指摘できるだろう。トービンの $q$ に関しては、折れ線グラフからは十分把握することは困難であるものの、また、利益率の推移と比べると明確なものではないと言えるものの、値の推移からは、わずかながら右上がりの傾向を示していると言えるのではないだろうか。

Kruskal-Wallis 検定の結果、売上高営業利益率、ROE、ROAの3つとも、5%水準で有意とならなかった。トービンの $q$ については1%水準で有意となる結果を得た。持ち合い比率の変動と利益率に関しては、カテゴリー間での差異は認められるものの、統計的有意性を得るまでには至らなかった。ここから、持ち合い比率の引き上げ、引き下げ、あるいは維持のいずれであっても、それらは利益率の大小に統計的有意性に基づく影響を与えるまでには至っていないことが指摘できるだろう。トービンの $q$ に関しては、統計的有意性に基づく差異は認められるものの、直線的な関係を見出すことは困難である。しかしながら、中央値の値が最も低かったのがカテゴリーの3であった。このことから、持ち合い比率の変動がなかった企業では、他の企業、すなわち持ち合い比率を引き上げた企業、引き下げた企業と比較して、市場からの評価が低くなる傾向がある点は指摘できるのかもしれない。また、中央値が最も高かったのはカテゴリーの5であった。ここから、カテゴリー全体を通じて直線的な関係とは言えないものの、持ち合い比率を高めている企業は市場からの評価が高まっている

る、という点についても指摘できるのかもしれない。

図表7 持ち合い比率の変動と利益率



## 成 長

売上高、利益の増減と持ち合い比率の増減はどのようなかわりを持つのだろうか。ここでは、売上高、営業利益、経常利益、当期利益の成長に注目して持ち合い比率の変動との関わりを見てみることにしよう。図表8は、持ち合い比率の変動の категорияと売上高、営業利益、経常利益、当期利益の成長率の中央値の推移を折れ線グラフで表したものである。

まず、売上高成長率の折れ線グラフをみると、その推移は、営業利益、経常利益、当期利益の3つの利益率の成長率の推移と比べて大きく異なる形状を示している状態が分かる。カテゴリーの1から5のいずれのカテゴリーにおいても、売上高成長率の値が3から4の間に点がプロットされており、大幅な変動

は示されていないように見える。なお、全体に関する売上高成長率の中央値は3.75であった。カテゴリー全体を通じて、増大や減少といった傾向を売上高の成長の推移から明確につかむ事は困難である。全体を通じて売上高成長率が正の値であり、しかも、値が示されている範囲があまり広くないことから、むしろ、カテゴリーに関わらず一定の成長率を示していると解釈するべきであろう。

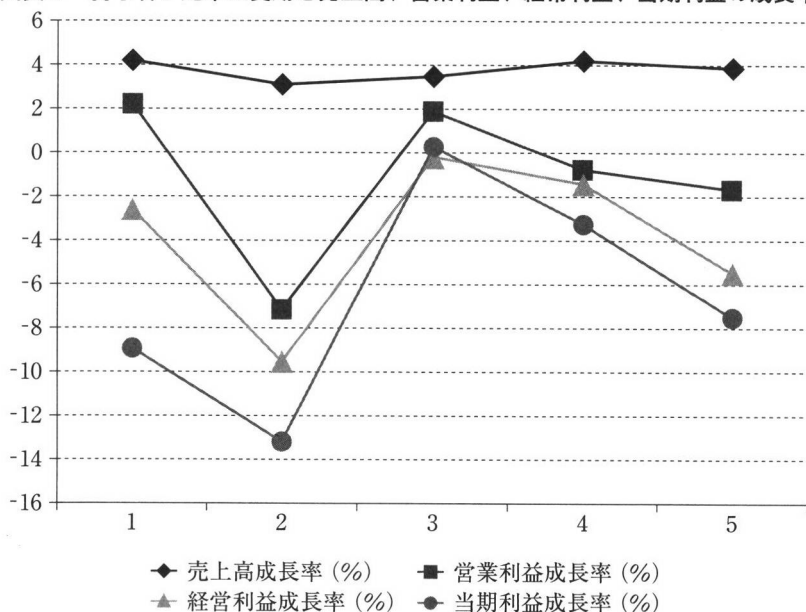
売上高の成長に関し、Kruskal-Wallis 検定の結果、5%水準で有意とならなかった。売上高成長率の推移は、統計的有意性の側面からも、カテゴリー間の差異はないものと考えられることができるだろう。ここから、売上高は、近年の持ち合いの変動からは大きな影響を受けることがなく、持ち合いの変化に関わらず一定程度の成長を分析対象の企業では達成している事が指摘できるだろう。

一方、営業利益、経常利益、当期利益の3つの成長率の折れ線グラフに関しては、概ね同様の推移を示していると言える。カテゴリー間の増減に関しては、3つの利益の成長率とも共通であった。すなわち、カテゴリーの1から2の間では減少、カテゴリーの2から3の間では増大、カテゴリーの3から5の間では減少する推移を示している。利益の成長率に関しても、売上高の成長率の推移と同様、カテゴリー間での増減を繰り返し、カテゴリー全体を通じた増大や減少の直線的な傾向を明確につかむ事は困難であると言える。

Kruskal-Wallis 検定の結果、営業利益と当期利益の成長率は5%水準で有意となる結果を得た。経常利益に関しては5%水準で有意とならなかった。2つの利益の成長率に関しては統計的有意性が示されたものの、前述のように、明確な増大や減少の傾向が示されている状態にはないので、直線的な特徴を見出すことは困難である。なお、利益の成長率に関し、カテゴリーの3に位置する値は、営業利益、経常利益、当期利益のそれぞれに関し、最も高いものか、それに近いものが集中している状態であることが分かる。また、3つの利益の成長率の値のほとんどが全てのカテゴリーにおいて負であることを踏まえると、持ち合い比率の引き上げ、引き下げのいずれであっても過去の利益獲得の水準

に達していないという解釈が可能かもしれない。

図表 8 持ち合い比率の変動と売上高、営業利益、経常利益、当期利益の成長率

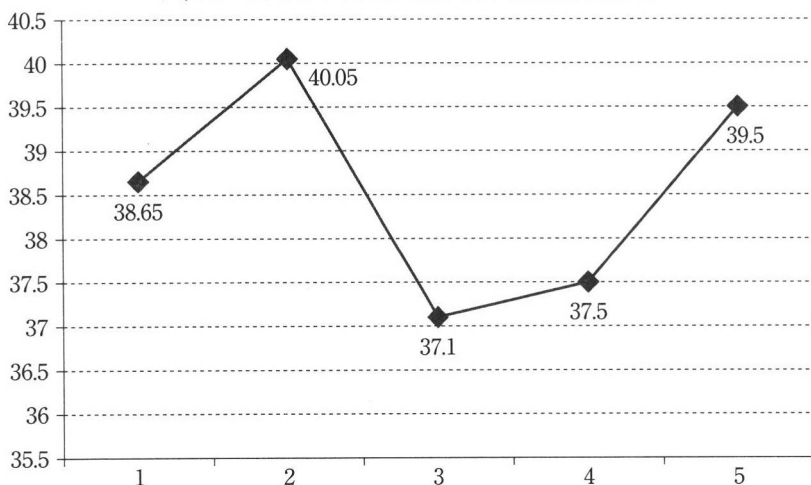


## 配 当

図表 9 は、持ち合い比率の変動に対応した配当性向の中央値を折れ線グラフで表したものである。折れ線グラフの全体の推移からは、直線的な増加、減少の関係には無いことが分かる。なお、配当性向の中央値が最も小さかったものはカテゴリーの 3 であった。つまり、持ち合い比率の変動が発生しなかった企業における配当性向は、持ち合い比率の増大、もしくは減少が見られた企業の配当性向と比較して小さくなる傾向が示されていることになる。また、配当性向の中央値が最も高くなったのはカテゴリーの 2、次いで値が高かったのはカ

テゴリーの5であった。ここからは、持ち合い比率の変動は配当性向の増減と連動していることが示唆されていると言える。また、カテゴリーの3で配当性向の中央値が最も小さくなったこと、すなわちカテゴリーの1、2、4、5における配当性向の中央値がカテゴリーの3における配当性向の中央値を上回っていることから、配当性向は持ち合い比率の変動に応じて引き上げられることが示されていると言える。なお、Kruskal-Wallis 検定の結果、5%水準で有意とならなかった。持ち合い比率の変動と配当性向の間には統計的有意性に基づく関わりは示されなかった。しかしながら、持ち合い比率の引き上げ、引き下げのいずれにおいても配当性向の値が高くなる傾向が示されていること、持ち合い比率の変動と配当性向には直線的な関係が観察できなかった点からは、持ち合い比率と配当性向の関わりについては今後詳細に調査研究を行う必要があると言えるだろう。

図表9 持ち合い比率の変動と配当性向(単位%)



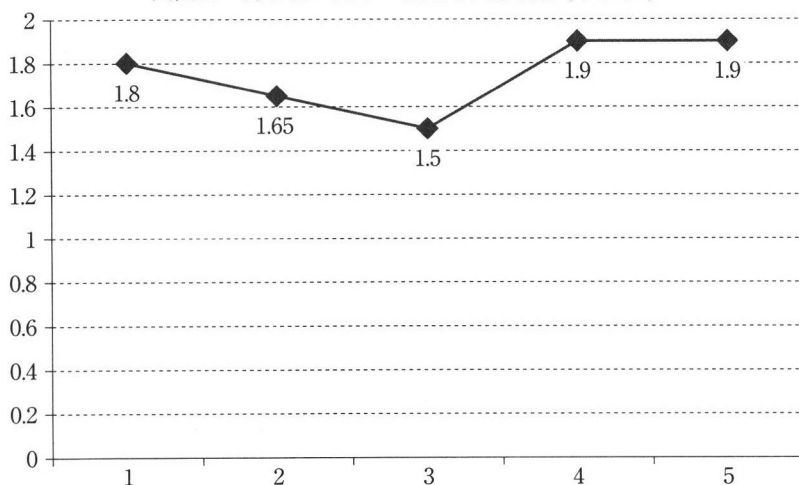
## 内部留保<sup>7)</sup>

次に、持ち合い比率の変動と内部留保の関わりについて見ることにしよう。図表10は、持ち合い比率の変動とそれに対応する内部留保の中央値を折れ線グラフで表したものである。折れ線グラフの推移を見ると、カテゴリーの3が最も小さい中央値を示している状態は配当性向と同様である。各カテゴリーにおける中央値に注目すると、最も値が大きくなるのは、カテゴリーの4と5のときであった。折れ線グラフ自体は、配当性向のときと同様、持ち合い比率の変動と内部留保の直線的な関係が明確に示されている訳ではない。しかしながら、カテゴリーの1と2、すなわち持ち合い比率を引き下げた企業、ならびにカテゴリーの3、すなわち持ち合い比率を維持している企業と比較して、持ち合い比率を引き上げた企業では、内部留保を多く確保する傾向が示唆されていると言える。このような傾向を踏まえるなら、内部留保に関しては、大まかには、持ち合い比率の変動と正の相関関係にあることが示唆されているのかもしれない。なお、持ち合い比率の変動と内部留保は、Kruskal-Wallis 検定の結果、5%水準で有意とならなかった。持ち合い比率の変動と内部留保の間には統計的有意性に基づく関わりは示されなかった。この結果についても、配当性向と同様である。

---

7) 分析対象における内部留保と配当性向の相関係数はマイナス0.292であった。この相関係数は1%水準で有意となる結果を得た。分析対象における内部留保と配当性向の間には統計的有意性に基づく負の相関関係が認められると言える。しかしながら、相関係数の値自体は必ずしも大きいものであるとは言えない。そのため、内部留保が増大（減少）するとき、配当性向が減少（増大）すると指摘することは困難であると言えるかもしれない。

図表10 持ち合い比率の変動と内部留保(単位%)



## 研究開発

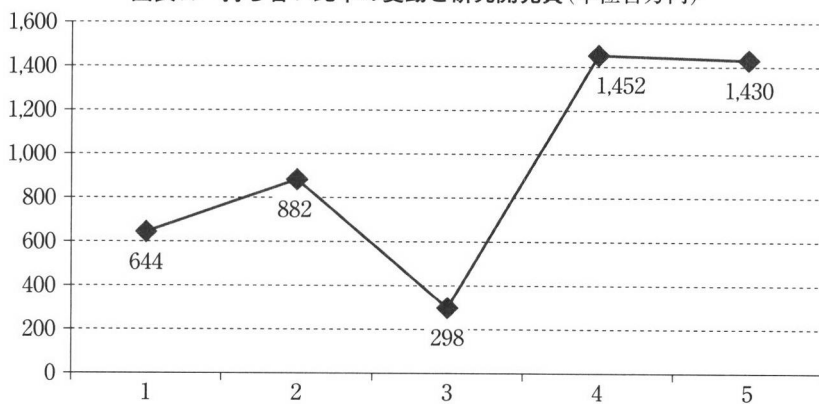
持ち合いは、企業の研究開発活動とどのような関わりを持つのだろうか。ここでは、持ち合い比率の変動と研究開発費の関わりについてみて見ることにしよう。図表11は、持ち合い比率の変動のカテゴリーとそれに対応する研究開発費の中央値を折れ線グラフで表したものである。折れ線グラフの推移を見ると、全体にわたって増減を繰り返しており、明確な直線的関係を見出すことは困難である。カテゴリー3での研究開発費の中央値が他のカテゴリーでの中央値と比較して最も小さな値を示した。分析対象の中では、持ち合い比率の変動がなかったものが研究開発に対する支出が最も少ないことが示されている。折れ線グラフの全体的な傾向に注目すると、カテゴリーの3で減少するものの、また、直線的な関係とは言えないものの、概ね、カテゴリーの値が大きくなると研究開発費も増大するという傾向を伺うことができる。これは、持ち合い比率を引



き上げた企業は、持ち合い比率を引き下げた企業と比較して研究開発費が多くなる傾向を示していると言えるのではないだろうか。持ち合いの目的の一つに安定株主の構築を挙げることができるが、研究開発費の値が大きくなる企業では、安定株主の構築を志向するという株式保有上の傾向を伺うことができる。

次いで、図表から分かることとして、カテゴリー3を境にして、カテゴリー1、2の値とカテゴリー4、5の値が大きく離れていることが挙げられる。カテゴリー1と2を1グループ、カテゴリー4と5を1グループとした2つのグループを対象としてU検定を行ったところ、1%水準で有意となる結果を得た。この結果から、カテゴリー1と2、カテゴリー4と5の2つのグループの間には、統計的有意性に基づく値の差が認められると言え、持ち合い比率引き上げの企業では研究開発に投じる費用が高くなっている事が分かる。

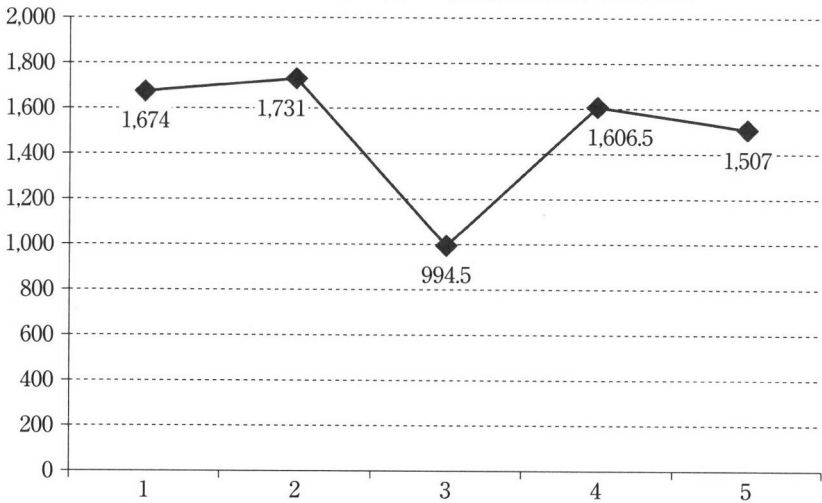
図表11 持ち合い比率の変動と研究開発費(単位百万円)



## 設備投資

図表12は、持ち合い比率のカテゴリーごとに設備投資額の中央値を計算し、折れ線グラフで図示したものである。折れ線グラフのカテゴリー間の推移を見てみると増減を繰り返しており、明確な直線的関係を見出すことは困難である。カテゴリーごとの設備投資額の中央値の中で最も小さな値を示しているのはカテゴリーの3である。持ち合い比率の変動が増減いずれも発生しなかった企業では、分析対象において設備投資額が最も少なくなっているということになる。持ち合い比率の変動が発生しなかった企業での値が最も小さくなった点は、前述の研究開発費でのカテゴリーと中央値の関わり、あるいは配当性向や内部留保において示された傾向と類似していると言える。研究開発費では、持ち合い比率を引き上げた企業群における支出が大きくなっていた。これに対し、設備投資の折れ線グラフでは、カテゴリー1と2の各中央値とカテゴリー4と5の各中央値を比べると、後者、すなわち持ち合い比率を引き上げた企業群での設備投資額が持ち合い比率を引き下げた企業群での設備投資額を下回っている状態を観察することができる。しかしながら、カテゴリー1と2の各中央値とカテゴリー4と5の各中央値の差は研究開発費で見受けられた差と比べて小さいことが分かる。持ち合い比率の引き上げ、引き下げと設備投資額の間には明確な関係性は見出すことはできないかもしれない。ただし、カテゴリーの3、すなわち持ち合い比率に変化のなかった企業群の設備投資額の中央値が他のカテゴリーのものと比較して最も小さいことから、持ち合いに関して何の変化も発生していない企業では設備投資に対して消極的であると言え、設備投資に対する支出を抑制する傾向があるのかもしれない。持ち合い比率を引き上げた企業、持ち合い比率を引き下げた企業いずれであってもカテゴリーの3における設備投資額を上回っていることから、持ち合い比率の引き上げに基づく安定株主の構築、あるいは、持ち合い比率の引き下げによる安定株主構築からの離脱傾向のいずれも設備投資額を引き上げるという結果を示している。

図表12 持ち合い比率の変動と設備投資額(単位百万円)



### 3. ま と め

ここで、本論文での分析結果をまとめ、持ち合い比率の変動が企業活動のどのような側面に影響を与えているのかを検討することにしよう。

従業員数規模が比較的大きい企業では、持ち合いの引き上げが目立つ傾向にあり、比較的小規模の企業では持ち合い比率の維持もしくは引き下げの傾向が見受けられた(図表4)。創業年数との関わりからは、企業数こそ少ないものの、1800年代創業の企業では持ち合い比率を引き上げる傾向にあることが示されていた。一方、1900年代以降1920年代までに創業した企業では、持ち合い比率を引き上げる傾向にあることが示唆されていた。さらに、1920年代以降1960年代までに創業した企業では、持ち合い比率の引き上げる割合が小さくなり、同時に、持ち合い比率の変動がない企業の割合が増加する傾向にあることが示

唆されていた（図表5、図表6）。

利益率など経営成果との関わりでは、持ち合い比率の変動の増減と経営成果の値の間は売上高営業利益率、ROE、ROA に関しては統計的有意性に基づく差異は認められなかった。トービンの $q$ に関しては統計的有意性に基づく差異を認める結果となった。持ち合い比率の変動は、市場からの企業に対する評価とより関わりを持つ事が伺われた（図表7）。

企業の成長（売上高、営業利益、経常利益、当期利益）については、売上高は持ち合い比率の変動と統計的有意性に基づく関わりを認めることはできなかった。持ち合い比率に関わらず、一定の成長を果たしている事が分かる。利益の成長については、カテゴリーと利益成長との間に直線的な関係を見出すことはできなかった（図表8）。

配当性向については、利益の成長と同様、カテゴリーと利益の成長との間に直線的な関係を見出すことはできなかった。分析対象となった企業においては、持ち合いの状況に大きな影響を受けることなく配当政策が決定され実行されている、とすることができるのかもしれない。しかしながら、配当性向が最も低くなったものが、持ち合い比率の変動がゼロ、すなわち引き上げ、引き下げいずれも選択しなかった企業であった。このことから、持ち合い比率の引き上げ、引き下げいずれであっても持ち合い比率の変化が配当性向を引き上げている様子を伺うことができる（図表9）。

内部留保、研究開発費、設備投資についても配当性向と同様、持ち合い比率の変動がゼロの場合に値が最も小さくなった。特に研究開発活動については、持ち合い比率が変動するほど積極的に行われている様子を伺うことができる（図表11）。設備投資については、持ち合い比率を引き上げた企業では、持ち合い比率を引き下げた企業と比較して若干ではあるが設備投資額が減少する傾向が見受けられた（図表12）。

本論文における分析では、利用可能であったデータの制約などのため、サン

プル数が少なく、また、分析対象期間が短期的であった。本論文における分析において、持ち合い比率の変動と経営活動との間に明確な特徴を見出すことは困難であったが、データの少なさが原因と考えられる。今後、サンプル数の増加などを通じて調査分析を継続し、持ち合いが企業経営に与える影響をさらに検討していく必要がある。

### 参考文献

- 砂川伸幸(2002)「株式持合いと持合い解消：エントレンチメント・アプローチ」『神戸大学大学院経営学研究科ディスカッション・ペーパー』2002・01。
- 砂川伸幸(2003)「株式持合い解消のシグナリング・モデル」『神戸大学大学院経営学研究科ディスカッション・ペーパー』2003・18。
- 伊藤邦雄(1992)「日本における M & A：価値創造効果と株式持ち合いの検証」『フィナンシャル・レビュー』24。
- 加護野忠男(2009)「日本のビジネス・システム」『国民経済雑誌』199(6)。
- 橘木俊詔・長久保僚太郎(1997)「株式持合いと企業行動」『フィナンシャル・レビュー』1997-November。
- 宮島英昭・黒木文明(2003)「株式持合い解消の計量分析：Mark II」『RIETI Discussion Papers Series』03-J-014。
- 新田敬祐(2000)「株式持合と企業経営―株主構成の影響に関する実証分析―」『証券アナリストジャーナル』38(2)。
- 新田敬祐(2009)「持合復活の構図：2008年度株主構成調査より」『ニッセイ基礎研 REPORT』November 2009。
- 岡部光明(2002)『株式持ち合いと日本型経済システム』慶応義塾大学出版会。
- 岡本大輔・古川靖洋・佐藤和・安國煥・山田敏之(2009)「続・総合経営力指標：コーポレートガバナンス・マネジメント全般と企業業績2008」『三田商

学研究』52(4)。

シェアード, P (1993)「株式持ち合いと企業支配」『フィナンシャル・レビュー』1993-Jun。

シェアード, P (1995)「株式持ち合いとコーポレート・ガバナンス」青木昌彦・R. ドーア編、NTT データ通信システム科学研究所訳『システムとしての日本企業』NTT 出版。

田中一弘(2010)「水平統治と垂直統治：日本のコーポレート・ガバナンスの複眼思考」『講座・日本経営史 6：グローバル化と日本型企业システムの変容 1985～2008』ミネルヴァ書房。

宇野淳・川北秀隆・大村敬一(1998)「株式持ち合いの変化と市場流動性」『金融研究』17(5)。

米沢康博(1995)『株式市場の経済学』日本経済新聞社。